

海康威视（002415）深度系列报告之（一）

# 安防视角看海康：行业绝对龙头，渗透率提升仍有空间

2017年8月14日

## 投资要点

- 投资聚焦：**（1）我们认为不管是安防行业还是公司在国内外的渗透率均仍有进一步提升空间，国内视频监控行业市占率三年后看 30%，国外看 17%；（2）我们认为单纯智慧产品的增量短期仅体现在国内营收（占比 70%）中的政府部分（主要适用于公安与交通，国内营收占比约 30%），长期 ASP 会回归市场水平，综合来看 ASP 增量空间约 10%。但我们仍坚定看好公司智慧产品的布局，相信 AI 产品推出对公司营收的贡献会间接体现在公司市占率的进一步提升，以及视觉技术对公司估值的提升上；（3）我们认为公司成功布局 AI 后，已经不能仅给安防行业估值，可上升到物联网视角给技术公司估值水平，看 30 倍估值空间。
- 行业稳增长，公司国内外份额均仍有提升空间。**安防业增长稳，全球增速未来有望超 8%达到 12%。（1）**国内来看：**我国城镇居民摄像头渗透率远低于发达国家（低于美国 55%），仍有提升空间，且受智慧城市投资驱动，国内增速预计持续高于全球，CAGR 有望保持 15%。目前中小企业正加速退出竞争，市场份额向龙头集中，根据营收测算，公司 16 年国内安防业市占率 4.18%，视频监控细分行业市占率高达 23.45%，资源向龙头聚集。（2）**国外而言：**海外市场约为国内 1.74 倍，安防业整体保持 10%增长，但地区差异明显，其中欧美市场增长稳定约 4%，新兴市场增长强劲但局部动荡呈“此起彼伏”态势。**国内企业强势崛起抢占海外份额，IHS 数据显示公司视频监控产品领先优势稳固，连续 6 年蝉联第一，而大安防行业的渗透率亦不断提升，2016 年首超霍尼韦尔荣膺安防全球第一，份额向国内转移。**
- 智慧产品助力，公司强势布局国内外市场。**公司于 16 年推出内嵌 AI 算法的智慧摄像头产品，并认为 AI 产品将引领第四波行业替换浪潮，我们认为智慧产品短期刚需在公安、交通等政府部门，测算得出智慧产品相对传统产品对公司的增量空间提升约 10%，但坚定看好公司布局及产品对公司市占率的提升作用。分区域来看：（1）**国内绝对龙头，未来看“行业增长+一体化转变”。**公司国内客户结构稳定，行业与渠道占比保持 7:3，目前正从硬件厂商向一体化解决方案商转变，提升盈利能力和客户粘性，受益技术升级+桐庐产能驱动，公司国内营收目前占比 70%，我们看三年 30% 的国内视频监控行业市占率，按照市占率测算的未来营收增速预计达 25%。（2）**国外增长空间大，未来看“渠道下沉+国内模式复制”。**公司海外市场由发达国家向新兴市场覆盖，截止 2017H1 公司海外子公司已增至 31 家，形成覆盖全球的营销网络。目前来看，公司工程师成本及价格优势明显（同类产品海外竞争者价格高出 20%），目前海外以硬件销售为主（占比 80%），未来公司会进一步发展二三级经销商，推动渠道进一步下沉，并将国内成功模式向海外复制。公司国外营收目前占比 30%，我们看三年 17% 的国外视频监控行业市占率，按照市占率测算的未来营收增速预计达 26.83%。
- 风险因素：**人工智能落地不及预期；技术更新换代风险；汇率风险等。
- 盈利预测、估值及投资评级。**公司为视频安防领域绝对龙头，目前积极布局 AI 智慧产品，已取得阶段性成果，未来长期看好行业智能化进步及新产品市场爆发带来的新业绩增长点。我们将公司 2017/18/19 年 EPS 预测由 1.01/1.29/1.59 元小幅上调至 1.04/1.3/1.59 元，考虑公司的物联网视觉技术属性，按照 2018 年 PE=30 倍，给予目标价 39 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	25,271.39	31,924.02	41,008.19	50,928.35	62,973.29
营业收入增长率	46.64%	26.32%	28.46%	24.19%	23.65%
净利润(百万元)	5,869.05	7,422.26	9,589.32	11,931.16	14,674.92
净利润增长率	25.80%	26.46%	29.20%	24.42%	23.00%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.64	0.81	1.04	1.30	1.59
毛利率%	40.10%	41.58%	41.84%	42.22%	42.67%
净资产收益率 ROE%	30.48%	30.56%	31.06%	30.94%	30.84%
每股净资产(元)	2.10	2.66	3.38	4.21	5.20
PE	46	36	28	23	18
PB	14	11	9	7	6

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 8 月 11 日收盘价



## 买入（维持）

当前价：29.23 元

目标价：39.00 元

## 中信证券研究部

徐涛

电话：010-60836719

邮件：txu@citics.com

执业证书编号：S1010517080003

联系人：晏磊

电话：010-60838072

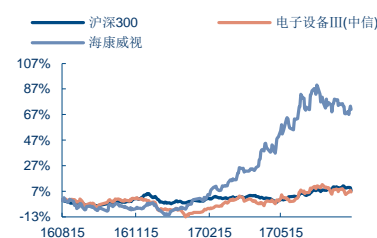
邮件：yanlei3@citics.com

联系人：胡叶倩雯

电话：010-60834773

邮件：huyeqianwen@citics.com

## 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

## 主要数据

沪深 300 指数	3647.35 点
总股本/流通股本	9228.9/7257.7 百万股
近 12 月最高/最低价	40.16 元/22.91 元
近 1 月绝对涨幅	-1.62%
近 6 月绝对涨幅	69.84%
今年以来绝对涨幅	86.96%
12 个月日均成交额	738.97 百万元

## 相关研究

- 海康威视（002415）2017 年中报点评——中报稳增长符合预期，AI 助力视觉领跑.....(2017-07-24)
- 海康威视（002415）重大事项点评——AI 已落地，视觉领跑.....(2017-07-21)
- 海康威视（002415）2016 年年报点评——业绩稳健符合预期，看好“AI+大数据”持续推动行业智能化高增长.....(2017-04-17)

## 目录

<b>投资聚焦</b>	<b>1</b>
<b>估值及投资评级</b>	<b>1</b>
<b>安防业：稳增长，视频监控仍是核心，国内增速高于国外</b>	<b>1</b>
<b>国内市场：绝对龙头，未来看“行业增长+一体化转变”</b>	<b>4</b>
国内安防业增速仍高，份额加速向龙头聚集，公司份额有望超 30%	4
行业与渠道客户 7:3 结构稳定，一体化转型提升盈利能力及客户粘性	5
技术升级+产能驱动，公司国内营收增速达到 25%	7
<b>国外市场：地区差异明显，未来看“渠道下沉+国内模式复制”</b>	<b>7</b>
国外安防业整体保持 10% 增长，欧美市场稳定，新兴市场增长强劲	7
公司全球安防市占率跃升至第一，视频监控领域海外市占率 11.1%	9
成本优势明显，公司未来增长看“渠道下沉+国内模式复制”	11
<b>智慧产品增量：AI 提升摄像头 ASP，公司增量空间约 10%</b>	<b>13</b>
内嵌 AI 算法的智慧摄像头引领第四波行业替换浪潮	13
短期 AI 功能集中于中后端，长期智能分析向前端转移	14
公司紧抓 AI 浪潮，引领安防智能化，长期 ASP 提升空间可达 10%	14
<b>公司优势：安防绝对龙头，管理层稳定，技术优势明显</b>	<b>16</b>
优势一：龙头地位稳固，技术壁垒显著	16
优势二：股权结构稳定管理层占优，激励机制保证成长	17
优势三：自主生产+外协加工，轻资产运营模式保证灵活性	18
<b>业务拆分及盈利预测</b>	<b>19</b>
按地区业务拆分及盈利预测	19
按产品业务拆分及盈利预测	20
关键假设	22
盈利预测	22
<b>风险因素</b>	<b>22</b>

## 插图目录

图 1：安防行业产业链 .....	2
图 2：中国安防市场规模 .....	2
图 3：安防产品在各行业应用占比 .....	2
图 4：15 年安防产品各细分市场占比 .....	2
图 5：16 年安防产品各细分市场占比 .....	2
图 6：全球安防行业产值及增长率 .....	3
图 7：国内外摄像头渗透率对比（每千人拥有量） .....	3
图 8：部分省份摄像头渗透率（每百户拥有量） .....	3
图 9：国内安防行业产值及增长率 .....	4
图 10：我国智慧城市市场规模及增长率 .....	4
图 11：国内视频监控市场规模 .....	4
图 12：中国安防生产商、工程商数量 .....	5
图 13：2016 年安防生产商按营收分布 .....	5
图 14：国内安防行业市场规模 .....	5
图 15：公司国内市占率 .....	5
图 16：我国政府公共安全支出 .....	6
图 17：海康威视七大行业解决方案 .....	6
图 18：海康威视历年国内营业收入及增长率 .....	7
图 19：海外安防市场及视频监控市场规模 .....	8
图 20：美国安防设备行业市场规模 .....	8
图 21：印度视频监控行业市场规模 .....	8
图 22：海康威视全球销售网络布局 .....	9
图 23：海康威视视频监控全球市占率 .....	10
图 24：海康威视产品全球市场份额 .....	10
图 25：海康威视与 Axis 人均研发成本 .....	11
图 26：海康威视与 Axis 研发费用营收占比 .....	11
图 27：海康威视与 Axis 毛利率对比 .....	11
图 28：海康威视与 Axis 净利率对比 .....	11
图 29：海康威视与国外品牌价格指数对比 .....	12
图 30：海康威视与大华股份海外营收 .....	12
图 31：海康威视与大华股份海外营收毛利率 .....	12
图 32：公司历年海外营业收入及增长率 .....	13
图 33：中国高清摄像机存量占比 .....	14
图 34：中国网络摄像机存量占比 .....	14
图 35：海康威视深度智能产品家族 .....	15
图 36：海康威视研发人员 .....	16
图 37：海康威视研发投入 .....	16
图 38：海康威视九大核心技术 .....	16
图 39：公司股权结构 .....	17

图 40：公司固定资产占比 .....	18
---------------------	----

## 表格目录

表 1：可比公司估值情况 .....	1
表 2：海康威视国内市场占有率测算 .....	5
表 3：国内安防客户市场分类 .....	6
表 4：全球安防市场特点 .....	7
表 5：部分国家安防市场增速 .....	8
表 6：海康威视国外（不含中国）市占率测算 .....	9
表 7：海康威视全球各地区视频监控市场份额及排名 .....	9
表 8：2016 年基于营收排名的全球前十大安防公司 .....	10
表 9：中国各类摄像机存量测算（按设备使用寿命为 3 年计算） .....	13
表 10：海康威视深眸系列 AI 摄像头产品介绍 .....	15
表 11：AI 产品相对于传统产品带来的增量空间 .....	15
表 12：海康威视 2012 年 8 月首次授予限制性股票解锁安排 .....	18
表 13：海康威视 2014 年 10 月授予限制性股票解锁安排 .....	18
表 14：海康威视 2016 年 12 月首次授予限制性股票解锁安排 .....	18
表 15：国内按客户市场分盈利测算 .....	19
表 16：公司海外业务盈利预测 .....	20
表 17：海康威视视频监控产品套装价格拆分 .....	20
表 18：海康威视部分前后端产品历年价格 .....	20
表 19：新疆乌鲁木齐高新区平安城市 PPP 项目 .....	21
表 20：公司主营业务介绍（2016 年数据） .....	21
表 21：公司盈利预测 .....	22

## 投资聚焦

1、市场普遍认为安防行业及公司在安防领域的渗透率已达上限，而通过国内外数据的详细测算，我们认为不管是安防行业还是公司在国内外的渗透率均仍有进一步提升空间，国内视频监控行业市占率三年后看到 **30%**，国外视频监控行业市占率三年后看到 **17%**。

2、市场普遍认为公司去年推出的“AI+”智慧产品会对公司主业带来 30%以上甚至 50% 的营收增量，而通过思考与测算，我们认为单纯智慧产品的增量短期仅体现在国内营收（占比 70%）中的政府部分（主要适用于公安与交通，国内营收占比约 30%），长期来看，智慧产品的 ASP 一定会逐步回归市场水平，综合来看 ASP 增量空间约 10%，且近两年不会对公司营收有直接的大额贡献。但需要强调的是，我们仍然非常看好公司推出智慧产品的思路与布局，并且**坚定相信公司作为全球首家成功研发智慧产品的安防公司，AI 产品推出对公司营收的贡献会间接体现在公司市占率的进一步提升，以及视觉技术对公司估值的提升上**。

3、市场普遍认为公司是安防领域的国内外龙头，对公司应该以安防行业水平来估值，而我们认为，总体来看，AI 产品是未来产品智慧化的发展趋势，也是物联网的视觉基础，公司成功布局 AI 后，对公司已经不能用简单的安防公司给估值，可上升到物联网公司视角给技术公司估值水平，我们看 30 倍的估值空间。

## 估值及投资评级

公司为视频安防领域绝对龙头，目前正积极布局 AI+大数据的智能化摄像头方向，已取得阶段性成果，未来长期看好视频安防领域智能化进步带来的放量，新产品市场爆发将带来新的业绩增长点。我们将公司 2017/18/19 年 EPS 预测由 1.01/1.29/1.59 元小幅上调至 1.04/1.3/1.59 元，考虑公司的物联网视觉技术属性，按照 2018 年 PE=30 倍，给予目标价 39 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	币种	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)
					2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	
002236.SZ	大华股份	CNY	23.95	694.41	0.63	0.87	1.15	1.51	38	28	21	16	8
603660.SH	苏州科达	CNY	36.70	91.75	0.86	1.01	1.42	1.91	43	36	26	19	8
平均									40	32	23	18	8
002415.SZ	海康威视	CNY	29.23	2,697.60	0.81	1.04	1.30	1.59	36	28	23	18	11

资料来源：Wind，中信证券研究部预测  
盈利预测使用 Wind 一致预期

注：股价为 2017 年 8 月 11 日收盘价；大华股份盈利预测使用中信证券研究部预测，苏州科达盈利预测使用 Wind 一致预期

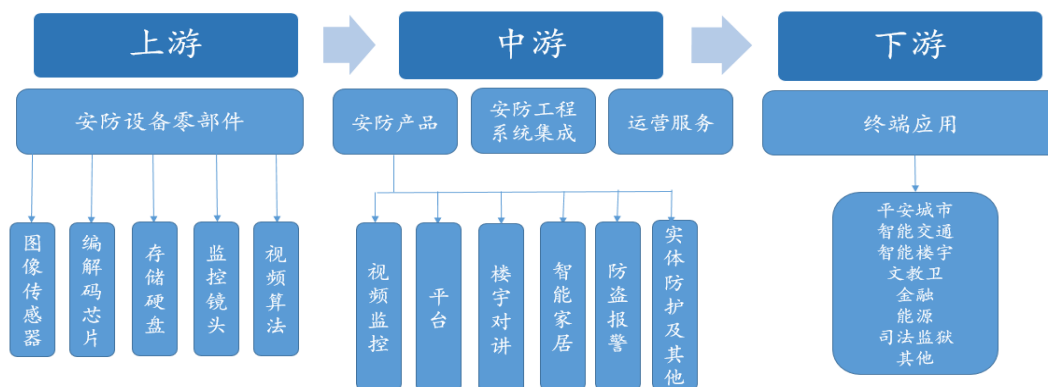
## 安防业：稳增长，视频监控仍是核心，国内增速高于国外

安防行业产业链由上游零部件企业，中游设备、集成、运营商和下游应用行业组成，公司位处安防产业链中游。（1）上游：包括图像传感器、芯片、存储、镜头、视频算法等。核心芯片被英伟达、英特尔等国际巨头垄断。（2）中游：包括安防产品软硬件厂商、工程商（集成商）、运营商等。（3）下游：包括使用安防设备和系统的各个应用行业，根据中安网数据，平安城市、智能交通仍然是最热门的应用领域，合计占安防市场份额接近 45%。根据中安网数据，2016 年中国安防行业市场规模达 5400 亿元，3 年 CAGR 为 32%。其中安防产品产



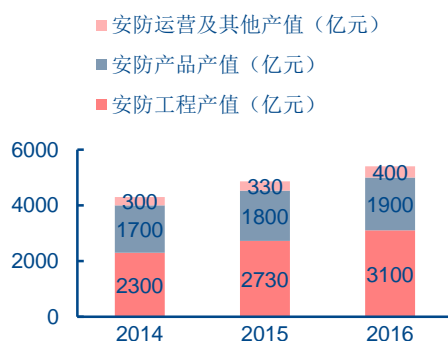
值为 1900 亿元（35%）、安防工程产值为 3100 亿元（57%）、安防运营及其他产值为 400 亿元（7%）。公司主营的视频监控行业属于安防行业下的安防产品子行业，处于行业中游位置。

图 1：安防行业产业链



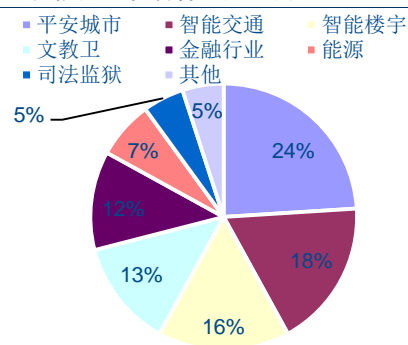
资料来源：中安网，中信证券研究部整理

图 2：中国安防市场规模



资料来源：中安网

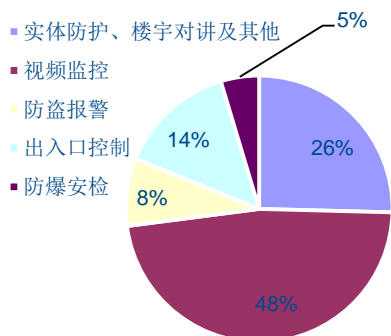
图 3：安防产品在各行业应用占比 (%)



资料来源：中安网

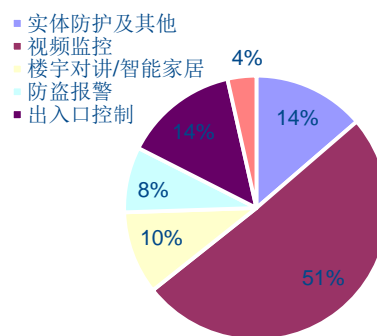
**视频监控仍是安防行业核心组成部分。**根据产品类型和适用范围，安防产品市场细分为视频监控、楼宇对讲、防盗报警、出入口控制、平台、实体防护等子系统。其中 2016 年视频监控产品产值达 960 亿元，同比+10.6%，安防产品市场占比由 48% 上升至 51%，是安防行业最大的应用产品。

图 4：15 年安防产品各细分市场占比



资料来源：中安网

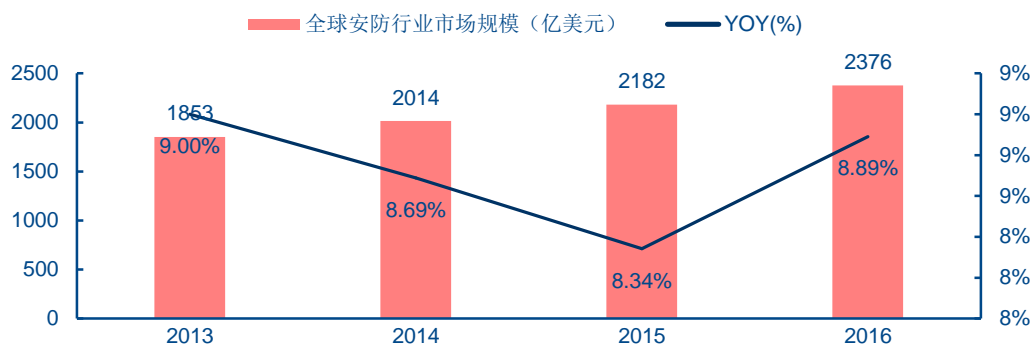
图 5：16 年安防产品各细分市场占比



资料来源：中安网

**全球安防业增长稳定，未来增速有望保持 8% 以上。**随着全球恐怖袭击频发，全球愈发重视安全议题，安防行业需求迅速上升，全球安防市场规模一直保持稳定增长状态。MarketLine 数据显示，2016 年全球安防行业总产值为 2376 亿美元，6 年 CAGR 为 8.69%。随着安防市场不断扩张，市场范围从发达国家向新兴市场拓展，应用场景从公安、交通向教育、金融、医疗等多个领域延伸，未来全球安防增速有望保持 8% 以上。

图 6：全球安防行业产值及增长率

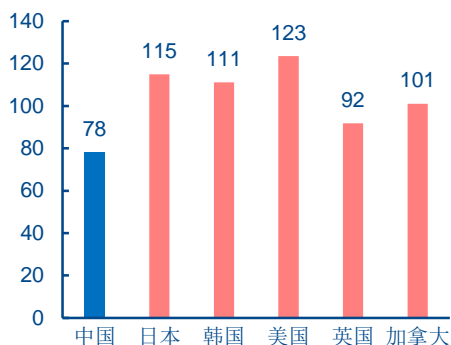


资料来源 MarketLine

**渗透率提升空间大，国内安防增速高于全球。**目前我国视频监控市场还有较大增量需求，**(1) 我国城镇居民摄像头渗透率远低于发达国家（低于美国 55%）。**IHS 数据显示 15 年中国城镇居民每千人拥有 78 台摄像机，而美日韩城镇居民每千人分别拥有 123/115/111 台，国内摄像头渗透率还有近 50% 的提升空间。**(2) 摄像头地域分布不均。**Wind 数据显示 15 年北京城镇家庭每百户家庭拥有 20 台摄像机，而渗透率最低的江西每百户家庭仅拥有 3.65 台，中西部省份和二三线城市还存在较大市场需求。巨大市场空间为国内安防行业增长注入动力，根据中安网数据，2016 年中国安防行业产值达到 5400 亿元，6 年 CAGR 为 14.04%。而中国安防市场增速高出全球市场增速 5.35pct，这一增速未来仍有持续趋势，推动国内行业持续增长。

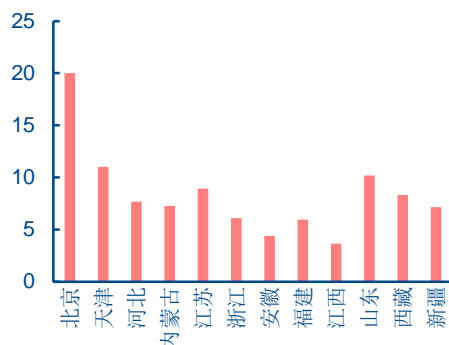
【注】IHS 数据与 Wind 数据出现部分差异主要源于：核算口径不一致，IHS 数据的口径是人均摄像头拥有量，而 Wind 数据的口径是以家庭为单位核算到户

图 7：国内外摄像头渗透率对比（每千人拥有量）



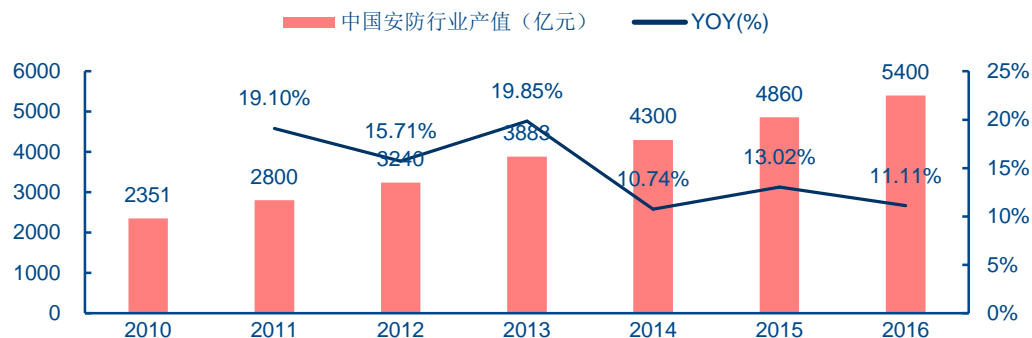
资料来源：IHS

图 8：部分省份摄像头渗透率（每百户拥有量）



资料来源：Wind

图 9：国内安防行业产值及增长率



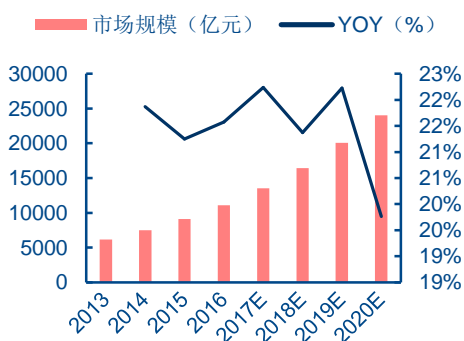
资料来源：中安网

## 国内市场：绝对龙头，未来看“行业增长+一体化转变”

### 国内安防业增速仍高，份额加速向龙头聚集，公司份额有望超 30%

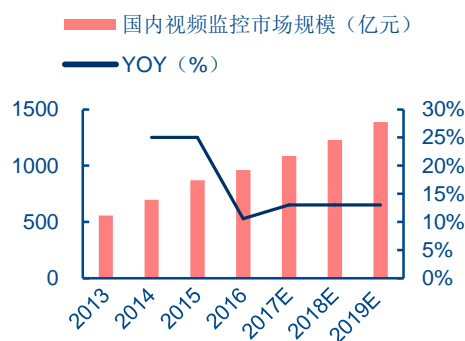
智慧城市投资驱动，国内视频监控市场 CAGR 有望保持 15%。前瞻研究院数据表明，全国 95%的副省级以上城市、76%的地级以上城市，总计超 500 个城市计划建设智慧城市，截止 2016 年底我国智慧城市市场规模已超 1.1 万亿，未来 4 年 CAGR 为 21.5%。发改委在内的九部委 2016 年下发的《国家新型智慧城市评价指标》中，公共安全视频资源采集和覆盖情况、公共安全视频监控资源联网和共享程度、公共安全视频图像提升社会管理能力情况成为智慧城市发展重要指标。受政府智慧城市建设投资驱动，我们判断国内安防市场未来 3 年 CAGR 有望保持 12%，其中视频监控市场 2016 年市场规模 962 亿元，考虑智慧产品逐步放量，未来 3 年 CAGR 有望维持 15%。

图 10：我国智慧城市市场规模及增长率



资料来源：前瞻研究院

图 11：国内视频监控市场规模



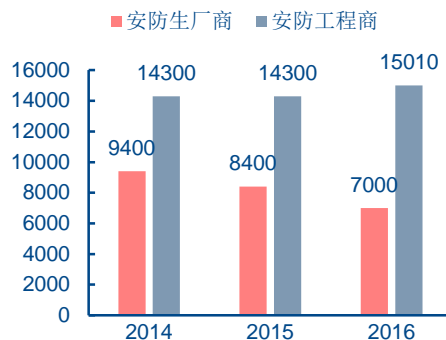
资料来源：中安网，中信证券研究部测算

中小企业加速退出竞争，市场份额向龙头集中，公司市占率有望超 30%。中安网数据显示，安防生产商的数量由 2014 年的 9400 家降至 2016 年的 7000 家，累计降幅超过 25%；营收过亿的企业占比则由 2015 年的 1%上升至 2016 年的 9%，1000 万以下营收的小企业占比由 97%下降至 56%，安防行业总体趋势是市场份额向拥有规模优势的大企业聚集，缺乏研发和创新能力的中小企业加速退出市场。根据营收测算，公司 2016 年国内安防行业市占率 4.18%，安防产品市占率 11.88%，视频监控细分行业市占率高达 23.45%，与行业第二名市场份额差距拉大至近 15%，是国内安防行业绝对龙头。受益龙头优势，我们认为公司



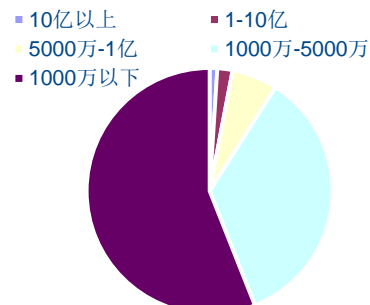
在引领行业技术革新和产品转型同时有望进一步抢占中小企业市场份额，国内市场仍有进一步渗透提升空间，未来三年视频监控细分行业市占率有望超 30%。

图 12：中国安防生产商、工程商数量（个）



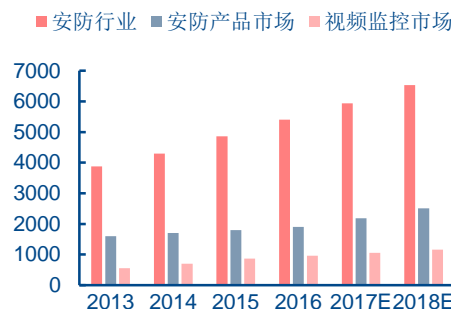
资料来源：中安网

图 13：2016 年安防生产商按营收分布（%）



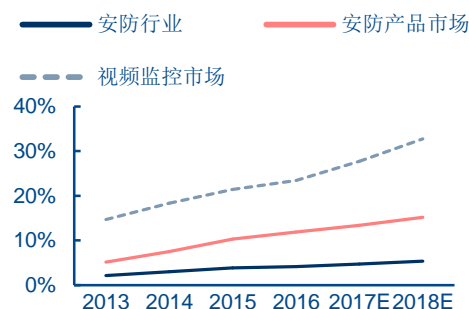
资料来源：中安网

图 14：国内安防行业市场规模（亿元）



资料来源：中安网

图 15：公司国内市占率（%）



资料来源：中安网，中信证券研究部测算

表 2：海康威视国内市场占有率测算

	2013	2014	2015	2016
国内营业收入（亿元）	82	128	186	226
YOY (%)		55.95%	45.82%	21.21%
国内安防市场规模（亿元）	3883	4300	4860	5400
YOY (%)		10.74%	13.02%	11.11%
国内安防产品市场规模（亿元）	1600	1700	1800	1900
YOY (%)		10.74%	13.02%	11.11%
国内视频监控市场规模（亿元）	557	696	870	962
YOY (%)		25.00%	25.00%	10.57%
安防行业国内市占率（E）	2.11%	2.97%	3.83%	4.18%
安防产品市占率（E）	5.12%	7.51%	10.34%	11.88%
视频监控市占率（E）	14.70%	18.34%	21.40%	23.45%

资料来源：中安网，Wind，中信证券研究部测算

## 行业与渠道客户 7:3 结构稳定，一体化转型提升盈利能力及客户粘性

**客户结构稳定，行业与渠道占比保持 7:3。**国内安防市场按客户结构可分为政府市场、大企业市场及 SME 市场，其中政府市场是安防行业高端市场，主要应用场景是平安城市、智能交通、司法系统等。由于公安、交通领域以“安全”为第一目标，政府市场对公司产品性能要求最高，同时对价格敏感度最低。自 10 年以来，政府在公共安全领域投资力度不断加大，2015 年全国公共安全支出高达 9379 亿，同比+12%。受益政府安防设备需求增长趋势，公司政府市场迅速扩张。截止 2016 年，公司国内营收中政府/大企业/SME 占比大致为

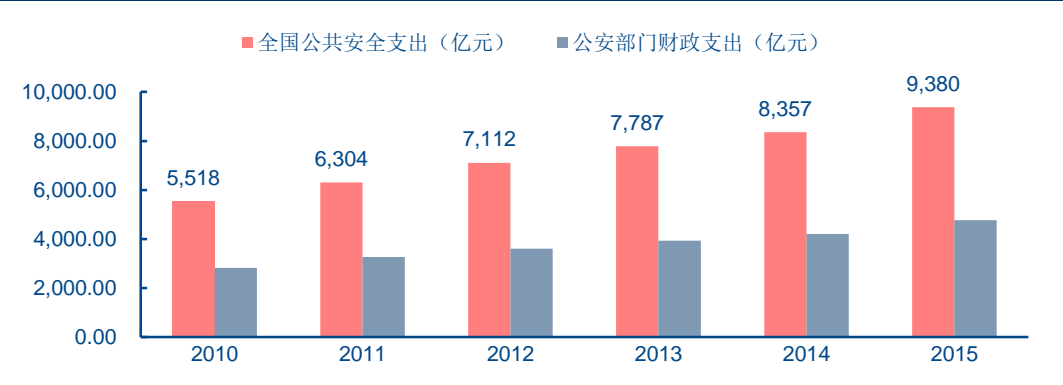
3:4:3；截止 2017H1，政府部分占比略升，整体而言行业与渠道占比仍保持 7:3 态势，客户结构稳定。

表 3：国内安防客户市场分类

客户市场	国内营收占比	市场特点
政府市场	30%	销售渠道以系统集成商为主，需求受政府公共安全支出拉动，对价格不敏感，对视频智能分析服务需求旺盛。主要包括各地公安、交通、司法部门
大企业市场	40%	销售渠道以解决方案为主，主要包括银行、电信、石油、文教卫等大型国有企业和事业单位等
中小企业及个人市场（SME）	30%	销售渠道以硬件产品的分销为主，主要包括中小企业和家庭需求

资料来源：中信证券研究部整理

图 16：我国政府公共安全支出（亿元）



资料来源：国家统计局

从硬件厂商向一体化解决方案商转变，提升盈利能力和客户粘性。随着安防行业应用领域的高速发展，安防设备的整体管理成为突出问题。模拟、数字和高清等多种模式设备混用加大数据处理难度，视频监控系统、报警系统、门禁系统等互相独立成为“数据孤岛”。为满足安防整体管理需求，公司根据不同行业客户的具体需求定制一整套软硬件产品，逐步从单纯的硬件厂商向一体化解决方案提供商转变。按照“细分行业、行业牵引”的策略，公司打造公安、交通、金融、楼宇、司法、文教卫、能源七大行业解决方案，深入发展各细分行业，维持原有产品毛利率同时，加强客户粘性提升公司产品附加值，进一步提升公司市场份额。

图 17：海康威视七大行业解决方案



资料来源：海康威视官网

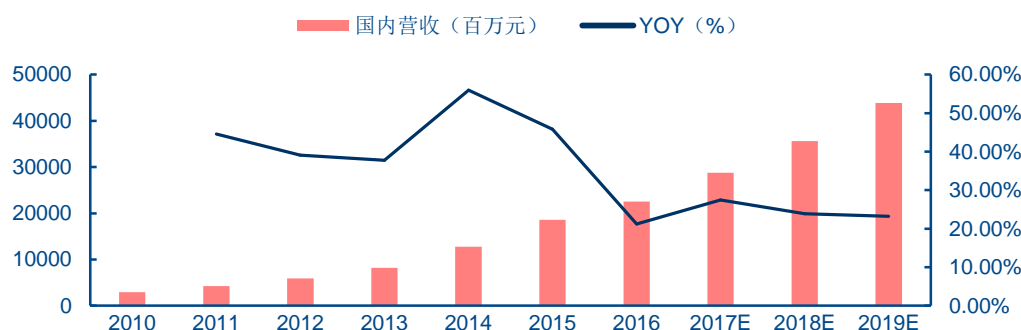
## 技术升级+产能驱动，公司国内营收增速达到 25%

**技术升级：**公司凭借高达 9366 人的业内最大规模研发团队在安防行业升级换代中抢占先机，从研发 Smart265 提升编码效率拉开超高清视频设备时代序幕，再到首提安防 AI+，将人工智能技术与安防设备相结合，公司始终是市场的引领者。

**产能驱动：**2016 年公司安防产业基地（桐庐）一期完工并投产，公司产品生产自给率由 30%左右上升至 40%左右，为公司业务扩张提供了产能和质量的保障。

**国内营收测算：**按照国内视频监控行业增速维持 15%计算，至 2019 年安防行业整体规模可达 1463 亿元。2016 年公司国内营收 225.63 亿元，视频监控行业市占率已达 23.45%，19 年占比有望上升至 30%。照此测算国内业务 17-19 年 CAGR 达到 25%，至 2019 年公司国内营收将达到 439 亿元。

图 18：海康威视历年国内营业收入及增长率



资料来源：公司年报，中信证券研究部预测

## 国外市场：地区差异明显，未来看“渠道下沉+国内模式复制”

### 国外安防业整体保持 10%增长，欧美市场稳定，新兴市场增长强劲

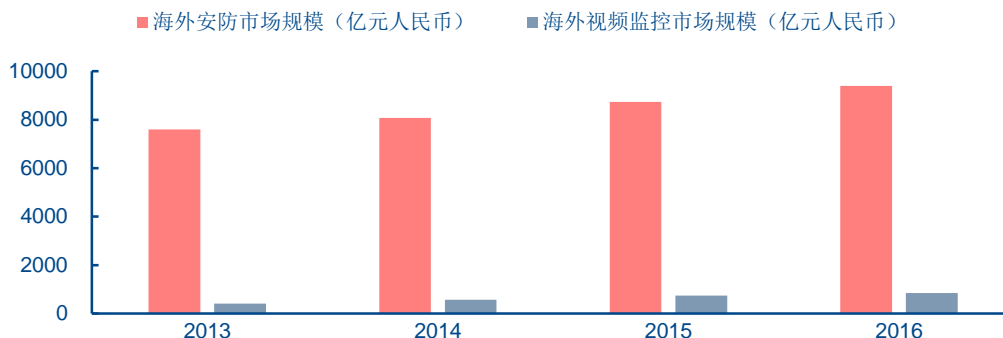
**海外安防需求快速增长，视频监控整体增速保持 10%。**近年来全球性的安全事件层出不穷，促使各国政府加强安防建设。全球安防市场存在地区性差异，但总体安防需求处于快速增长期。2016 年国外安防市场规模达 9399 亿元人民币，约是国内的 1.74 倍（国内安防市场规模达 5400 亿元）。其中，海外视频监控市场规模 843 亿元人民币，我们预计未来增速略高于安防行业增速，整体保持 10%增长。

表 4：全球安防市场特点

区域	特点
北美	需求量大，竞争激烈，制造商多，市场成熟，是全球安防企业竞相角逐之地。其中，美国市场占 90%，安防企业大多为生产制造商，采用跨国式的经营模式与国际同行有广泛合作关系，80%的产品需委托外国加工。
南美	产品主要依赖进口，生产制造商较少，市场稳定成长，价格竞争激烈，对产品价格的重重视要高于产品质量本身。其中巴西占据南美市场大多数份额，近几年竞争（尤其是价格竞争）激烈程度不亚于北美洲市场。
欧洲	需求稳定，注重产品质量；竞争多样化，产品高低端差异明显；流通渠道各有不同。：以单一市场为主，几乎没有连锁方式经营企业。以德国、英国、法国等为代表的西欧市场占据全球 36%份额。市场对新产品的接收力较强，产品多样，注重产品的性价比。
亚洲	稳定成长，品质差异明显；崇尚名牌，美日品牌主导；市场较小，经销体系不全。市场还处于成长阶段，在生产、经销以及市场体制等方面有待进一步完善。
中东	地区局势较为动荡，安全防范问题最为严重，产品需求程直线上升趋势。市场长期被美日德英等国家企业垄断。

资料来源：中安网，中信证券研究部整理

图 19：海外安防市场及视频监控市场规模



资料来源：IHS，中信证券研究部整理

**欧美发达国家增长稳定，增速回升至 4%。**欧美发达国家是全球视频监控技术最先应用地区，视频监控市场已发展为成熟阶段。发达国家安防产品需求一直保持在较高水平，随着经济率先复苏，欧美视频监控市场保持稳定增长状态。《安防统计年鉴》数据显示 2016 年美国安全设备市场增长至 383 亿美元，4 年 CAGR 为 5.5%，英国 CAGR 为 3.1%，预计发达国家市场总体增速保持 4%。

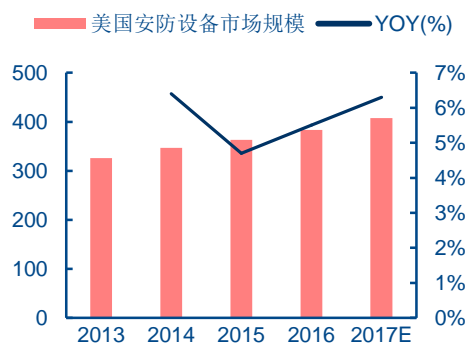
**新兴市场总体增长强劲，地区间存在结构性差异。**印度、巴西、中东地区等新兴市场由于战乱、恐怖袭击等不稳定因素，对视频监控需求迅速扩大。根据 IHS 数据，2016 年印度 5 年 CAGR 超过 19%，越南 5 年 CAGR 为 22.3%。战乱刺激安防需求同时会引发经济衰退从而导致安防支出不足，新兴市场国家增速因地区不同存在结构性差异，呈现“此起彼伏”态势，预计新兴市场整体增速有望达到 12%。

表 5：部分国家安防市场增速

国家	增速
美国	2013-2016 年 CAGR 为 5.5%
英国	2011-2015 年 CAGR 为 3.1%
越南	2011-2016 年 CAGR 为 22.3%
泰国	2014-2016 年 CAGR 为 35%
中东	2011-2016 年 CAGR 为 8.0%
俄罗斯	2013-2016 年 CAGR 为 4.5%
巴西	2010-2016 年 CAGR 为 18.0%
印度	2011-2016 年 CAGR 为 19.0%

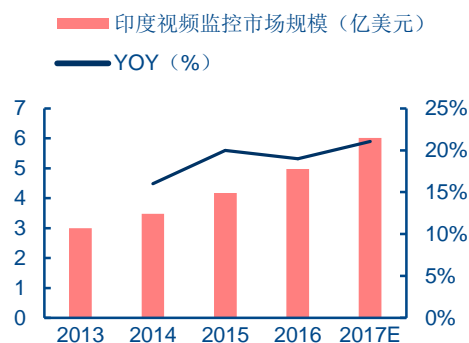
资料来源：IHS，安防统计年鉴，中安网，中信证券研究部整理

图 20：美国安防设备行业市场规模（亿美元）



资料来源：安防统计年鉴

图 21：印度视频监控行业市场规模（亿美元）



资料来源：IHS

## 公司全球安防市占率跃升至第一，视频监控领域海外市占率 11.1%

公司海外市场由发达国家向新兴市场覆盖，已形成覆盖全球的营销网络。公司上市时拥有美国、欧洲及印度子公司，近年来不断扩张海外市场范围。美洲市场由美国扩展至委内瑞拉等拉美市场；EMEA（欧洲、中东及非洲）由传统西欧市场扩展至保加利亚、俄罗斯等东欧市场，并向中东、非洲延伸；亚太市场由香港向南亚、东南亚扩张，截止 2017H1 公司海外子公司已增至 31 家，2016 年公司实现海外营收 93.6 亿元，同比+40.6%，占总营收比例约为 30%。海外营收增速约是国内增速的两倍（16 年国内营收增速为 21.2%），国际市场逐渐成为公司营收的重要来源。根据我们测算，16 年公司海外（不含中国）视频监控市占率由 13 年的 6% 上升至 11.1%，公司在海外市场份额迅速上升。

图 22：海康威视全球销售网络布局



资料来源：海康威视官网，中信证券研究部整理

表 6：海康威视国外（不含中国）市占率测算

	2013	2014	2015	2016
海康威视国外营收（亿元人民币）	24	42	67	94
YOY（%）		74.88%	57.36%	40.62%
国外安防市场规模（亿元）	7593	8072	8730	9399
YOY（%）		6.30%	8.16%	7.65%
国外视频监控市场规模（亿元）	403	564	740	843
YOY（%）		39.90%	31.14%	14.02%
公司国外安防行业市占率	0.32%	0.52%	0.76%	1%
公司国外视频监控行业市占率	6%	7.5%	9%	11.1%

资料来源：MarketLine, IHS, Wind, 中信证券研究部测算。注：IHS 只统计主流厂商口径，导致海外视频市场规模偏小，测算的总体市占率偏大

表 7：海康威视全球各地区视频监控市场份额及排名

	市场份额	市场排名
全球市场	21.40%	1
海外市场（除中国）	11.00%	1
欧洲、中东和非洲（EMEA）	14.90%	1
美洲市场	8.50%	2

资料来源：IHS，中信证券研究部整理

全球安防行业渗透率不断提升，2016 年公司超越霍尼韦尔荣膺安防全球第一。公司是全球视频监控数字化、网络化、高清化、智能化的见证者和重要推动者，随着全球营销网络不断健全，公司全球安防渗透率不断提升。公司连续七年入选 A&S 发布的全球安防企业五十强前十名，2015 年跃居全球第二名，2016 年超越霍尼韦尔成为全球安防行业龙头。



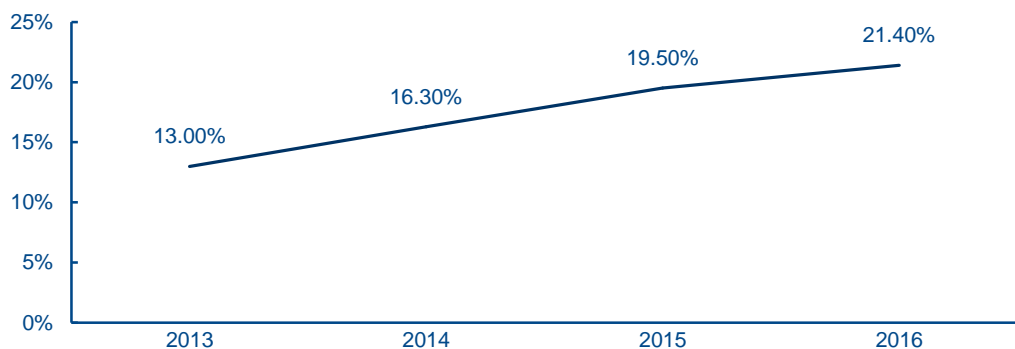
表 8：2016 年基于营收排名的全球前十大安防公司

公司	所属国家	2016 年排名	2015 年排名	产品	2015 年收入(百万美元)	2014 年收入(百万美元)	增长率(%)
<b>HIKVISION DIGITAL TECHNOLOGY (海康威视)</b>	<b>中国</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>视频监控</b>	<b>3522.5</b>	<b>2453.8</b>	<b>43.60</b>
HONEYWELL SECURITY (霍尼韦尔)	美国	2	1	复合产品	2900	2800.0	3.60
BOSCH SECURITY SYSTEMS (博世)	德国	3	3	复合产品	1538.5	1387.2	10.90
SDAHUA TECHNOLOGY (大华股份)	中国	4	5	视频监控	1505.5	1095.3	37.50
Safran Identity & Security (赛峰集团)	法国	5	4	门禁控制	1354.7	1094.8	23.70
ASSA ABLOY (亚萨合莱)	瑞典	6	6	门禁控制	1061.2	840.5	26.30
Tyco Security Products (泰科)	美国	7	7	复合产品	775	760.0	20.00
Axis Communication (安讯士)	瑞典	8	10	复合产品	773.7	635.5	21.70
FLIR Systems (菲力尔)	美国	9	8	视频监控	729.6	699.1	4.40
Aiphone (爱峰)	日本	10	12	门禁	423.9	412.7	27.00

资料来源：A&amp;S

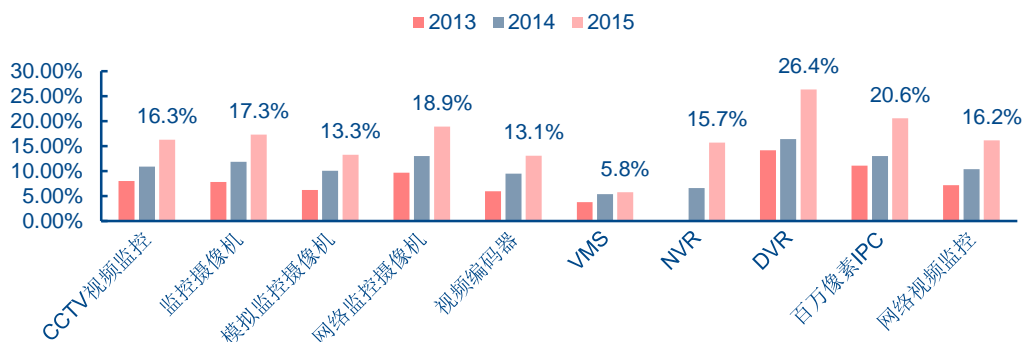
**视频监控领先优势稳固，连续 6 年蝉联第一。**根据 IHS 数据，自 13 年以来，公司视频监控领域全球市占率以平均每年 2.1% 的速度稳步上升，2016 年达到 21.4%。在各细分产品市场公司也处于领先地位，2015 年公司在监控摄像机、NVR、DVR 等领域市占率均排名全球第一，市占率超过 15%，VMS 市占率也迅速上升为 5.8%，位居全球第四名。公司连续六年蝉联 IHS 全球视频监控市场占有率第一位。

图 23：海康威视视频监控全球市占率



资料来源：IHS

图 24：海康威视产品全球市场份额

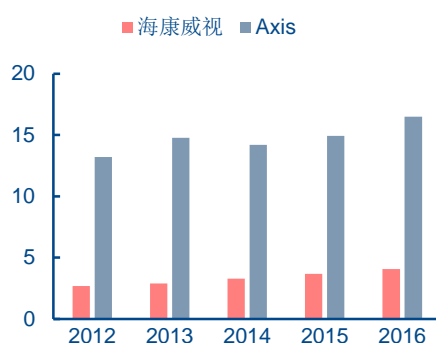


资料来源：IHS

## 成本优势明显，公司未来增长看“渠道下沉+国内模式复制”

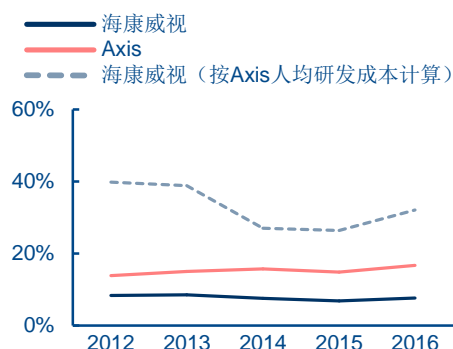
**成本优势明显，助力公司海外竞争力提升。**（1）研发费用优势：国内安防企业拥有低成本工程师红利，与海外主要竞争对手 Axis 相比，2012-2016 年公司人均研发成本（研发费用/研发人员总数）一直保持在 Axis 人均成本的 25% 以下，2016 年研发费用营收占比较 Axis 低 9.1pct。若以 Axis 人均研发成本计算，公司研发费用营收占比上升至 32.12%，反高出 Axis 15.42pct，说明公司得以在保持研发高投入情况下降低总研发费用。低成本提高公司盈利能力，**2016 年公司毛利率低于 Axis 8.6pct，然净利率反超出 Axis 14.5pct。**（2）价格优势：低成本优势还为公司带来价格优势，公司同类海外产品价格与竞争者相比低出 20%。凭借价格优势和技术优势（业内最大研发团队），公司在海外市场领先幅度不断扩大，2016 年海外市场份额（不含中国）连续排名第一。

图 25：海康威视与 Axis 人均研发成本（万美元）



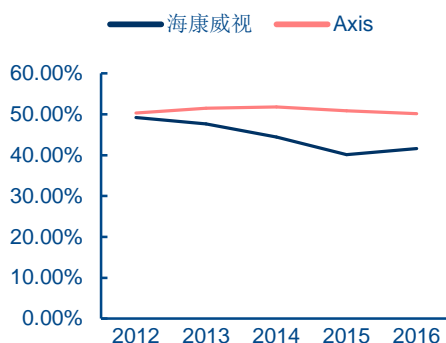
资料来源：各公司年报，中信证券研究部整理

图 26：海康威视与 Axis 研发费用营收占比（%）



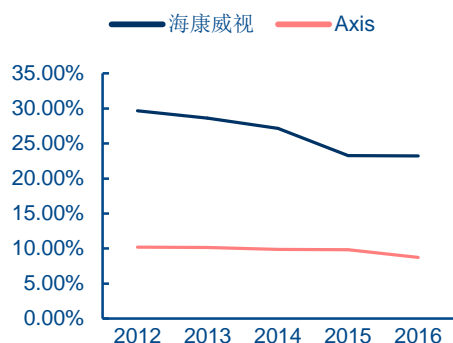
资料来源：各公司年报，中信证券研究部整理

图 27：海康威视与 Axis 毛利率对比（%）



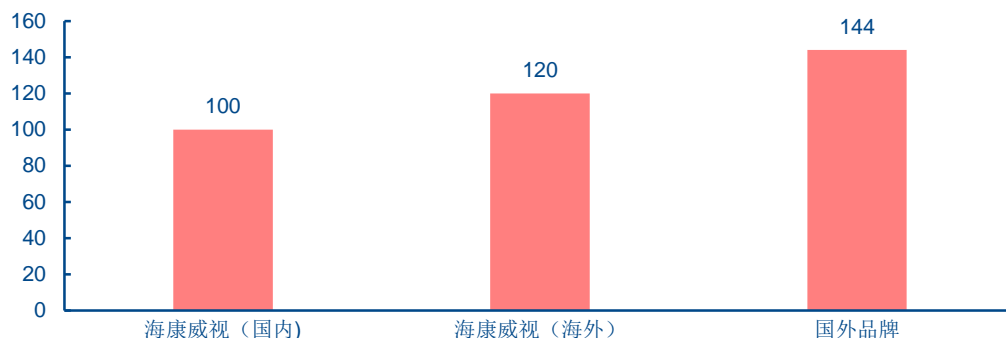
资料来源：各公司年报，中信证券研究部整理

图 28：海康威视与 Axis 净利率对比（%）



资料来源：各公司年报，中信证券研究部整理

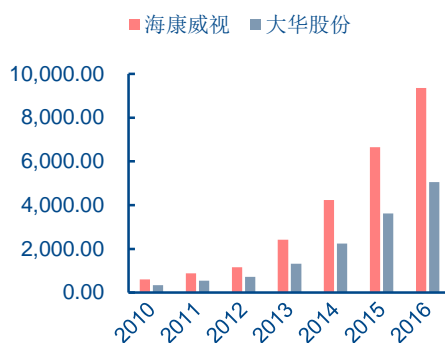
图 29：海康威视与国外品牌价格指数对比



资料来源：Amazon，中信证券研究部测算。注：根据 Amazon（中、美）海康威视国内外同一型号产品价格及相近参数的国外品牌产品价格测算

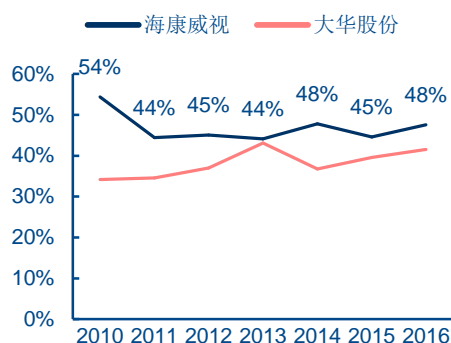
**海外硬件销售为主，销售渠道继续下沉。**2016 年公司海外营收中解决方案占比约 20%，硬件销售占 80%。与行业第二公司大华股份相比，公司海外营收体量较大（16 年公司海外营收是大华的 1.85 倍）。不同于部分企业采取 OEM 形式实现海外快速扩张的需求，公司在海外扩张同时更追求有效益的增长。公司坚持走安防产品品牌供应商道路，注重推广自有品牌，2016 年海外营收中自有品牌占比已超过 80%。公司海外营收毛利率一直高于同业水平，2016 年高出第二名 6.03pct。目前公司海外渠道以一级经销商为主，未来公司会进一步发展二三级经销商，推动渠道进一步下沉。

图 30：海康威视与大华股份海外营收（百万元）



资料来源：各公司年报，中信证券研究部整理

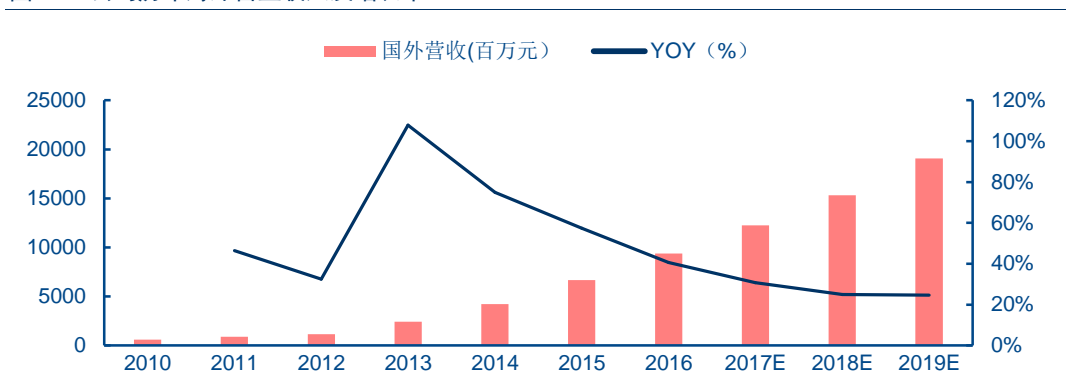
图 31：海康威视与大华股份海外营收毛利率



资料来源：各公司年报，中信证券研究部整理

**将国内成功模式向海外复制，海外营收增速保持年均 26.83%。**公司在国内市场针对客户不同需求提供定制化产品，实行解决方案营销和顾问式销售，并建立起贴近用户的营销网络和服务体系。公司目前海外销售以硬件产品为主，未来在拓展海外市场时有望复制国内成功模式，积极推动本土化战略，未来海外业务将继续由产品销售向整体解决方案延伸。截止 2016 年，公司海外营收 93.60 亿元，同比+40.6%，公司营收占比为 29.3%。2016 年海外视频监控市场规模达到 843 亿元，按增速维持 10% 计算，至 2019 年海外视频监控市场规模可达 1092 亿元。2016 年公司海外视频监控行业市占率已达 11.1%，19 年占比有望上升 17%。照此测算海外业务 17-19 年 CAGR 为 26.8%，至 2019 年公司国内营收将到达 191 亿元。

图 32：公司历年海外营业收入及增长率



资料来源：公司年报，中信证券研究部测算

## 智慧产品增量：AI 提升摄像头 ASP，公司增量空间约 10%

### 内嵌 AI 算法的智慧摄像头引领第四波行业替换浪潮

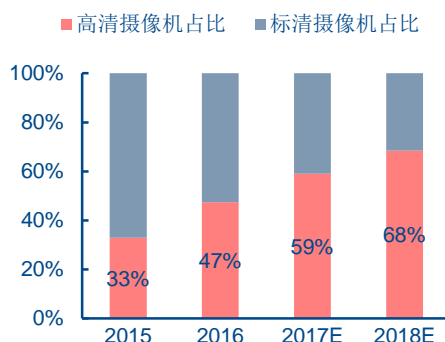
摄像头高清化与网络化产生海量数据，AI+大数据是未来趋势。**（1）高清化与网络化是摄像头发展趋势，带来海量非结构化数据：**根据中安网数据测算，2016 年我国高清摄像机存量占比增长至 47%，预计 2017 年超过标清摄像机；2016 年我国网络摄像机存量占比达 40%，未来将继续高速增长替代模拟摄像机。升级后的网络摄像头可做到画面信息清晰和实时传输，但也同时带来海量数据，非结构化的海量数据大大增加工作人员负担。**（2）内嵌 AI 算法将非结构化数据结构化成为行业刚需：**将视频图像内容转化成能表达目标属性的结构化数据，再通过深度学习算法进行智能化分析在大数据背景下成为行业刚需，提高数据处理效率同时也能为不同场景提供丰富的数据挖掘应用。例如海康威视人脸大数据系统可协助公安部门抓捕逃犯，“系统”集成基于深度学习的人脸算法，从抓拍到嫌疑人到系统比对预警只需 3 秒，为警察快速抓捕提供有力支撑。17 年昆明商洽会期间，“系统”协助抓捕逃犯 5 人，其他重点布控人员 335 人，圆满完成安保工作。AI+大数据将是安防行业未来发展趋势。

表 9：中国各类摄像机存量测算（按设备使用寿命为 3 年计算）

	出货量						存量测算			
	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E
高清摄像机(万台)	960	2939	5154	7550	9996	12703	9052	15642	22700	30249
标清摄像机(万台)	6423	6244	5812	5246	4704	4011	18479	17303	15763	13962
网络摄像机(万台)	1071	2670	4333	6058	7888	9852	8075	13061	18279	23797
模拟摄像机(万台)	6311	6513	6633	6738	6813	6863	19457	19883	20183	20413

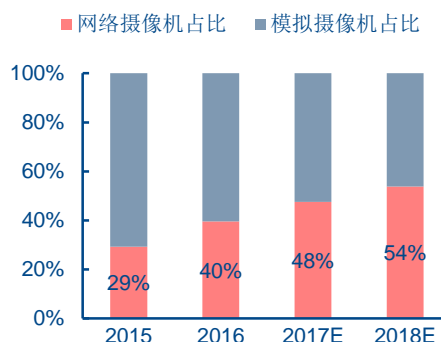
资料来源：IHS，中信证券研究部测算

图 33：中国高清摄像机存量占比（%）



资料来源：中安网，中信证券研究部测算

图 34：中国网络摄像机存量占比（%）



资料来源：中安网，中信证券研究部测算

**智能分析需求迫切，AI 最先落地安防领域。**安防领域每年产生大量非结构化数据，以上海市南京路为例，一条街道有 35 个高清摄像头，每个摄像头每秒产生 0.5MB 信息，照此计算一个月仅一条街道就能产生 43TB 视频信息，行业对数据的有效提取需求迫切。利用 AI 深度学习算法，将海量非结构化数据结构化后进行智能处理能极大提高追踪效率，满足安防行业从事后追查到事前防范的根本需求。人工智能研究重要方向是对图像和视频的处理，而安防业的第一大重点是安全，AI 天然适用于安防领域数据分析，我们认为人工智能将首先落地安防。

## 短期 AI 功能集中于中后端，长期智能分析向前端转移

**AI 集成于视频监控系统有前端及中后端两种方案。**随着人工智能芯片（如 GPU）逐渐向小型化、低功耗、高性能方向进化，安防智能设备也不断落地。在安防系统中，AI 功能的实现可以依托前端摄像机，也可以集成于中后端服务器中。（1）**前端方案：**AI 摄像机直接对采集到的视频图像进行分析，再将分析结果汇总到后端服务器。（2）**中后端方案：**普通摄像机采集视频信息后传输到中后端，由中后端智能服务器进行汇总分析。

**短期限于成本压力，AI 功能集中于中后端。**前端设备由于容积问题对芯片小型化要求更高，成本约是中后端设备成本两倍。此外前端智能方案需大量部署 AI 摄像头，形成规模后才能满足智能分析需求，短期来看建设成本巨大。通过添加 GPU 等人工智能加速芯片和应用处理软件，智能 NVR 能实现特征提取、人体识别、人员检索等功能。AI 后端产品计算性能强大，一路智能 NVR 可以同时几十路摄像机（非智能摄像机）数据进行分析，在不需对现有存量摄像机进行智能化升级前提下可快速满足智能分析需求。

**长期来看，前端智能分析增强事前处理能力，AI 向前端转移是未来趋势。**将 AI 功能集成到前端可以直接对视频信息进行处理，减少了视频信息上传的网络带宽压力，解决时间延迟问题，并且安装简单易于系统集成。前端 AI 设备直接分析再传输到后端，大大提高反应速度的同时避免传输过程中的信息丢失，分析更精确。随着前端处理芯片性能不断提升（如英伟达的 JETSON TX1 模块），AI 摄像机可以运行各种复杂的分析算法，分析效果与中后端产品不相上下，智能分析功能向前端转移是未来发展趋势。

## 公司紧抓 AI 浪潮，引领安防智能化，预计长期 ASP 提升空间可达 10%

**公司紧抓第四波摄像头替换浪潮，抢先布局 AI 领域，引领安防智能化。**在安防行业过去经历的数字化、高清化、网络化的三次升级时代，公司技术水平都领先竞争对手 1-2 年，并在智慧化趋势出现之时，迅速捕捉市场需求，抢先进入智能化时代。公司自 2006 年开始智能分析技术研发，2013 年布局深度学习，2015 年率先推出 AI 中心产品“猎鹰”、“刀锋”智能服务器，2016 年又陆续推出基于 GPU/VPU 和深度学习技术推出“深眸”、“超脑”、“神捕”、“脸谱”系列 AI 前后端产品，并融入相关解决方案。公司为全球首个成功研发 AI 产



品的企业，其 AI 产品目前已应用到南昌“天网项目二期”等重大项目中，未来有望持续引领安防智能化发展。

图 35：海康威视深度智能产品家族



资料来源：公司年报

表 10：海康威视深眸系列 AI 摄像头产品介绍

产品名称	产品介绍
深眸系列双目摄像机	基于深度学习，支持人脸识别、人员分析、人体属性分析、人脸动态对比等多种智能检测
神眸系列双目客流摄像机	基于双目立体视觉技术与深度学习技术，有效区分杏仁与干扰物体、实现精确地客流统计
深眸系列全局摄像机	定点看全景，动点看细节。基于深度学习技术过滤干扰因素、实现机动车、非机动车、行人的精准抓拍

资料来源：海康威视官网，中信证券研究部整理

**AI 产品目前 ASP 增量约 30%，短期刚需在公安、交通等政府部门。**公司 AI 产品搭载英伟达 GPU 芯片，支撑人工智能算法，我们估算带动摄像头 ASP 增量约 30%。AI 摄像头功能强大在于远距离信息传输与大数据处理，更加适用于正大力建设智慧城市的政府市场。只有海量数据的支撑才能充分发挥 AI 产品的性能，结合价格偏高现状，我们认为 AI 产品将首先应用于以安全为第一要务的公安、交通等政府部门，而在大企业和 SME 市场的导入将相对滞后。

**公司智慧产品增量空间测算：相对传统产品的增量空间约 10%。**（1）短期而言：由于 AI 产品单价较高，且适用于处理远距离的大数据，因此我们认为短期的增量空间主要看政府中的公安、交通等部门。假设 AI 设备在公司业务中的渗透率上限为 30%（政府部分占据公司国内营收市场 30%份额），按照 ASP 提升空间 30%计算，AI 在传统产品市场空间基础上可增加 9%增量空间。（2）长期来看：一方面，随着物联网应用逐步落地，智慧产品的渗透率有望从政府延伸至其他领域，我们假设产品向大企业和 SME 市场渗透，AI 设备渗透率上限上调至 60%；另一方面，随着性价比更高的芯片解决方推出，AI 产品单价逐步回归理性，相对传统产品的单价增量假设为 15%-20%，测算可得 AI 产品在传统产品市场空间基础上可增加 9%-12%增量空间。

表 11：AI 产品相对于传统产品带来的增量空间

	2016	短期	长期
传统产品国内市场容量（基数）	100%	100%	100%
AI 设备渗透率上限	0.20%	30%	60%
AI 产品单价提升空间	30%	30%	10%-20%
智慧产品相对于传统产品带来的增量空间	0.06%	9%	9%-12%

资料来源：中信证券研究部测算

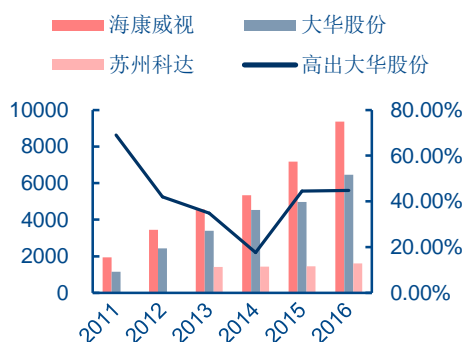
## 公司优势：安防绝对龙头，管理层稳定，技术优势明显

### 优势一：龙头地位稳固，技术壁垒显著

紧抓安防大趋势的视频监控领域绝对龙头。公司前身是成立于 2001 年的杭州海康威视数字技术有限公司，2008 年变更为股份有限公司，2010 年 5 月在深交所上市。公司深耕视频监控领域 17 年，现已从最初的视频压缩板卡研发制造商发展为以视频为核心的物联网解决方案和数据运营服务提供商，成为紧抓安防大趋势的视频监控领域绝对龙头，连续七年入选 A&S 发布的全球安防企业五十强前十名，2016 年排名第一，连续六年蝉联 IHS 全球视频监控市场占有率第一位。

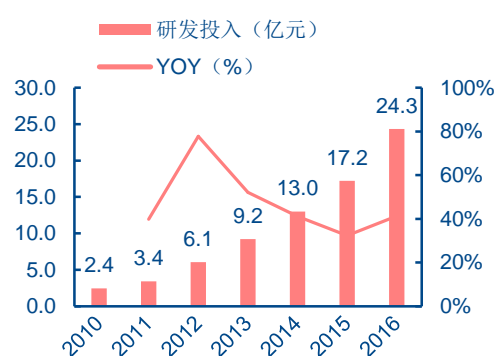
业内最大研发投入，公司技术储备丰富。2016 年公司研发人员达 9366 人，占公司员工 46.8%，研发团队规模高出行业第二名近 45%。2010-2016 年公司研发投入以 CAGR46.7% 的速度高速增长，至 2016 年高达 24.3 亿元，研发投入业内第一。公司拥有视音频编解码、视频图像处理、视音频数据存储等核心技术与云计算、大数据、深度学习等前瞻技术，截止 2016 年底公司累计申请专利 2530 件，获授专利 1245 件，拥有软件著作权 605 份。

图 36：海康威视研发人员（人）



资料来源：Wind

图 37：海康威视研发投入



资料来源：Wind

公司深耕视觉技术多年，具备算法优势。海康威视从成立之初就关注计算机视觉领域智能化技术的发展，2006 年开启公司智能分析技术的研发，2013 年开始深度学习的技术布局，2014 年正式成立海康威视研究院，专注于感知、智能分析、云存储、云计算及视频大数据研究。海康威视的深度学习技术研究团队在 2015 年分别取得 MOT Challenge 4 多目标跟踪技术、KITTI 5 车辆检测和车头方向评估算法测评世界第一，在 2016 年分别取得 PASCAL VOC 6 目标检测、ImageNet 7 场景分类（Scene Classification）测评世界第一，并于 2017 年 3 月在 ICDAR 8 RobustReading 竞赛的“互联网图像文字（Web and Email Born-Digital Images）”、“对焦自然场景文字（FocusedScene Text）”和“随拍自然场景文字（Incidental Scene Text）”三项挑战的文字识别任务中，大幅超越国内外参赛团队获得冠军。

图 38：海康威视九大核心技术

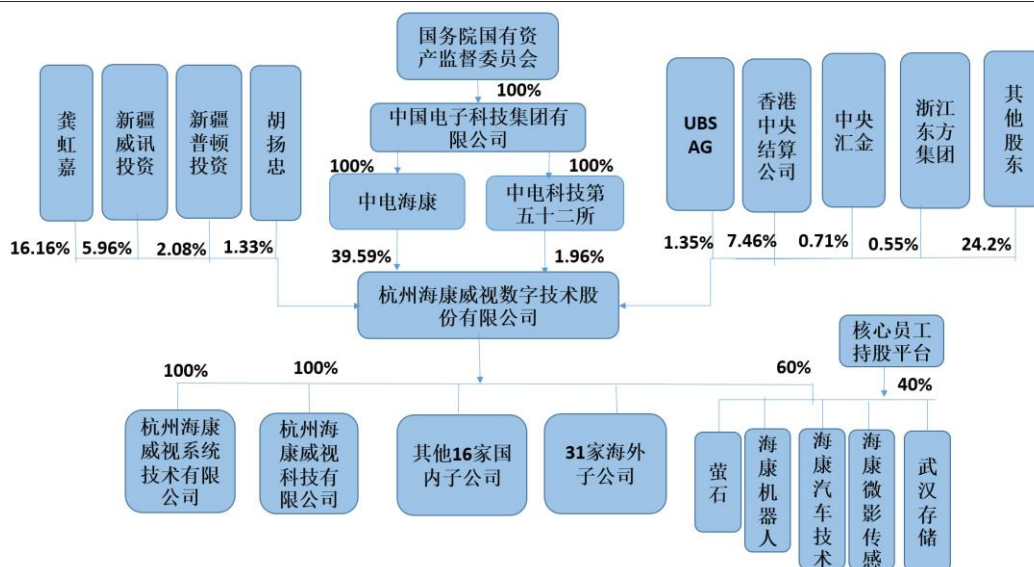


资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

## 优势二：股权结构稳定管理层占优，激励机制保证成长

中电海康控股资源优越，管理层持股队伍稳定。国资委下属中电海康是公司控股股东，截至 2017H1 直接持股 39.59%，为公司带来技术资源（52 所）和上游镜头供应商（凤凰光学）。副董事长龚虹嘉作为财务投资者是公司发起人之一，截止 2017H1 持股比例为 16.16%。2007 年龚虹嘉为实现与管理层利益共享，以 75 万元（相当于转让完成后公司注册资本 0.54%）向以总经理胡扬忠为首的 49 名核心人员的持股平台普顿公司转让 15% 股权，并低价向总经理、常务副总经理合计持股 20% 的另一平台威讯公司转让 5% 股权。2016H1 总经理和两大持股平台公司合计持有 5.98 亿股，占公司总股份 9.37%，通过股权纽带保持管理层队伍的长期稳定。

图 39：公司股权结构



资料来源：公司 2017 年半年报，中信证券研究部整理

**实施股权激励，保障业绩增长。**2012 年公司向 590 名核心员工首次授予 861 万股，占总股本 0.43%，24 个月锁定期后，分三次才可解锁；2014 年、2016 年公司又扩大激励面积，分别将 5291/5355 万股授予 1128/2989 名核心员工。14 年限售股计划于 16 年 10 月第一次解禁，按解禁时股价测算人均行权收益为 95.6 万元。三次股权激励使累计 4000 余名高层、中层、基层管理人员及业务骨干获得公司股权并实现财富增长。13/14/15 年公司净资产收益率分别为 30.02%/34.79%/33.69%，相对于 2011 年营收 CAGR 分别为 43%/49%/48%，超额完成考核目标，激励计划取得一定成效。

表 12：海康威视 2012 年 8 月首次授予限制性股票解锁安排

解锁期	解锁时间	解锁比例	业绩考核目标
第一个解锁期	2014.8-2015.8	33.33%	2013 年净资产收益率不低于 15%，以 2011 年营收为基数，2013 年营收 CAGR 不低于 30%
第二个解锁期	2015.8-2016.8	33.33%	2014 年净资产收益率不低于 16%，以 2011 年营收为基数，2014 年营收 CAGR 不低于 30%
第三个解锁期	2016.8-2017.8	33.33%	2015 年净资产收益率不低于 17%，以 2011 年营收为基数，2015 年营收 CAGR 不低于 30%

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

表 13：海康威视 2014 年 10 月授予限制性股票解锁安排

解锁期	解锁时间	解锁比例	业绩考核目标
第一个解锁期	2016.10-2017.10	40%	2015 年净资产收益率不低于 20%，以 2013 年营收为基数，2015 年营收 CAGR 不低于 35%
第二个解锁期	2017.10-2018.10	30%	2016 年净资产收益率不低于 20%，以 2013 年营收为基数，2016 年营收 CAGR 不低于 30%
第三个解锁期	2018.10-2019.10	40%	2017 年净资产收益率不低于 20%，以 2015 年营收为基数，2017 年营收 CAGR 不低于 26%

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

表 14：海康威视 2016 年 12 月首次授予限制性股票解锁安排

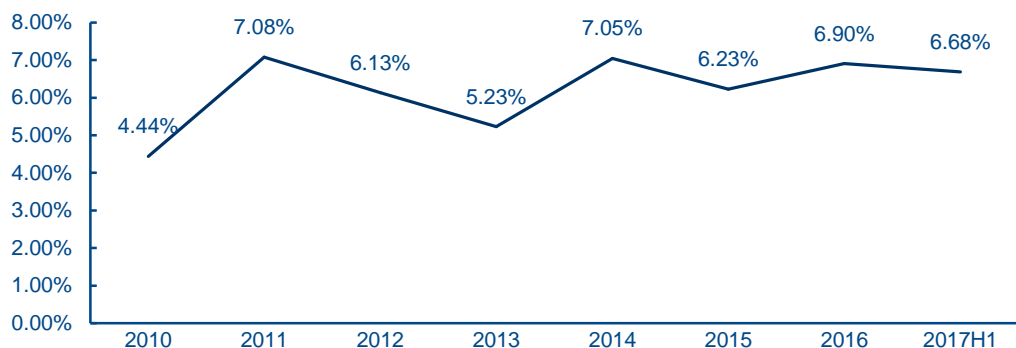
解锁期	解锁时间	解锁比例	业绩考核目标
第一个解锁期	2018.12-2019.12	40%	2017 年净资产收益率不低于 20%，以 2015 年营收为基数，2017 年营收 CAGR 不低于 25%
第二个解锁期	2019.12-2020.12	30%	2018 年净资产收益率不低于 20%，以 2015 年营收为基数，2018 年营收 CAGR 不低于 23%
第三个解锁期	2020.12-2021.12	40%	2019 年净资产收益率不低于 20%，以 2015 年营收为基数，2019 年营收 CAGR 不低于 21%

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

### 优势三：自主生产+外协加工，轻资产运营模式保证灵活性

**自主生产+外协加工，公司轻资产运营保证灵活性。**公司自上市前就在“基线产品+定制产品”的基础上形成了“自主生产+外协加工”相结合的生产模式。视频监控产品生产的核心部分包括设计研发（如电子电路的设计研发等）和产品的高技术含量工序（如软件嵌入等）。公司自主完成核心生产环节，低附加值环节则采取外协加工方式完成。2016 年桐庐一期工厂投产后，部分产品自主生产率提升至 40% 左右，但仍维持低附加值工序由外协加工完成的生产模式。受益于外协加工对自主生产的替代，公司固定资产占比一直保持在 7% 左右，始终保持轻资产状态运营，为公司产品更新升级提供灵活性保证。

图 40：公司固定资产占比



资料来源：Wind



## 业务拆分及盈利预测

**2017H1 斩获多项大单，各业务增速可期。**公司国内外市场都保持高速增长态势，落地到各业务板块增速各异，传统的前后端业务增速放缓，中心控制设备和创新业务增长迅猛，创新业务增幅高达 191.83%，成为公司营收新的增长点。根据政府采购网数据整理，2017H1 公司斩获 459 项大额订单，产品需求涉及公司各个业务板块，公司的前端、后端、中心控制、工程施工、创新和其他业务均有望受益。

### 按地区业务拆分及盈利预测

**国内市场：渠道、行业市场同步增长，国内营收 3 年 CAGR 有望达 25%**

**智慧城市驱动，行业市场 3 年 CAGR 预计达 25.4%。**行业市场包括政府和大企业市场，主要针对各地公安、交通等政府部门和银行、文教卫等大型国有企业和事业单位。目前智慧城市是安防行业增长重要推动力，行业市场增长较快。公司组建公安、司法、金融、文教卫等七大事业部，针对数百细分子行业提供系统解决方案，在行业市场上占据优势。2016 年公司行业市场销售规模约 158 亿元，占国内营收比重 70%。我们预计 17-19 年行业市场销售额 CAGR 为 25.4%。

**民用安防兴起，公司渠道市场 3 年 CAGR 有望保持 23.4%。**公司渠道市场客户包括中小企业和家庭用户。随着民用安防市场的兴起渠道市场需求持续旺盛。公司针对渠道市场产品做相应 VMS 研发，增加整体 SME 产品性价比。2016 年公司渠道销售规模约 68 亿元，占国内营收比重 30%。我们预计 17-19 年渠道市场销售额 CAGR 为 23.4%。

表 15：国内按客户市场分盈利测算

	2016	2017E	2018E	2019E
国内营收（亿元）	22563.6	28763.8	35622.9	43892.5
行业市场	15794.5	20221.0	25114.1	31163.6
渠道市场	6769.1	8542.8	10508.7	12728.8
收入增速	26.3%	27.5%	23.8%	23.2%
行业市场	-	28.0%	24.2%	24.1%
渠道市场	-	26.2%	23.0%	21.1%

资料来源：公司年报，中信证券研究部测算

**国外市场：公司深耕发达国家与新兴市场，海外营收维持 26.8%增速**

**北美安防升级换代，欧洲恐怖袭击频发，预计公司发达国家市场 3 年 CAGR 为 28.1%。**公司实行出海战略时，首先开拓美国、西欧等发达国家市场，已具备一定市场影响力，公司海外营收中有 50%来自发达国家。北美市场面临升级换代需求，而欧洲市场由于恐怖袭击事件多次发生对安防设备需求迅速上升。公司推出性能优异的网络高清摄像机，满足发达国家客户高质量要求，公司还通过在当地建立完善的服务体系进一步开拓市场，我们测算后预计欧美市场 3 年 CAGR 为 28%。

**受益“一带一路”战略及产品性价比优势，预计公司新兴市场 3 年 CAGR 为 25.5%。**  
**发达国家辐射：**公司在发达市场建立品牌形象后，利用发达国家对新兴市场的辐射作用不断开拓新兴市场。如中东、非洲安防产品标准源自西欧国家，公司在西欧市场打开局面迅速进军中东和非洲市场。**（1）一带一路战略：**“一带一路”战略在亚欧非大陆兴起大量交通基础设施建设，到来海量安防需求，公司深耕南亚、东南亚安防市场，当地业务保持高速增长。**（2）产品性价比优势：**拉美地区安防产品依赖进口，当地客户对价格更为看重。公司利用低价产品在拉美市场迅速扩张。总体来看，我们测算后预计新兴市场未来 3 年 CAGR 为 25.5%。



表 16：公司海外业务盈利预测（百万元）

	2016	2017E	2018E	2019E
海外营收	9360.4	12244.4	15305.5	19080.8
发达国家	4680.2	6183.4	7805.8	9826.6
新兴市场	4680.2	6061.0	7499.7	9254.2
收入增速	40.6%	30.8%	25.0%	24.7%
发达国家	-	32.1%	26.2%	25.9%
新兴市场	-	29.5%	23.7%	23.4%

资料来源：IHS，公司年报，中信证券研究部测算

## 按产品业务拆分及盈利预测

前端价值呈上升趋势，公司前后端业务营收占比趋于 3:1。2016 年，公司前端和后端产品收入分别占据营业收入的 49.75%/16.28%，营收之比趋于 3:1。前后端产品价值量存在差异，在视频系统中，一个 NVR 可对应多个前端摄像头，前端产品价值总量高于后端产品，最简单的 4/8/16 路方案里前后端价值之比分别为 2.4/3.0/3.8。在前端摄像头智能化趋势下，前端设备可单独实现图像处理、智能分析等功能，对后端设备依赖下降，前端价值比例将进一步上升，公司前端业务将持续受益。

表 17：海康威视视频监控产品套装价格拆分

摄像头路数	4 路	8 路	16 路
300 万像素网络摄像机（元）	285	285	285
前端产品合计（元）	1140	2280	4560
录像机（元）	7808N-K1/4P 484	7808N-K2/8P 780	7808N-K2/16P 1170
后端产品合计（元）	484	780	1170
1T 硬盘（元）	409	409	409
套装价格（元）	2085	3661	6610
前端产品占比	55%	62%	69%
后端产品占比	23%	21%	18%

资料来源：经销商询价，中信证券研究部整理

前端产品种类齐全，是公司最重要业务板块。2016 年公司前端产品业务营收 158.81 亿元，毛利率为 48.5%。2010-2016 年 CAGR 为 55.89%，过去 7 年里前端产品业务已经成为公司营收增长最大驱动力。公司前端音视频产品由适用于各种场景的全系列、全形态的光学摄像机，多系列热成像摄像机及传感器产品，以及多系列工业相机产品组成，基本覆盖安防设备市场所有需求。从数字化到网络化，再到智能化的升级换代时期，公司不断推出高质量产品，不断扩大前端产品市场份额。2016 年公司推出一系列 AI 前端产品（如“深眸”系列等），推动前端产品业务增速复苏，我们测算后预计公司前端产品业务 17-19 年将保持 CAGR 为 21.1%。

后端产品业务增速有望维持 16%。2016 年公司后端产品贡献营收 51.97 亿元，同比 +19%，毛利率为 48%。2010-2016 营收 CAGR 为 15.7%，相对于前端产品业务增幅较小。公司后端产品主要分为传输和存储两大块。（1）后端传输产品：包括多种形态的视频编码器、视频解码器，视频光端机、网络光端机等光传输产品，以及网络交换机等；（2）后端存储产品：主要包括 XVR（混合视频录像机）、NVR（网络视频录像机）、CVR（中心存储视频录像机）等多系列视频存储产品。由于智能化升级，后端产品也将迎来更新换代，2016 年公司推出基于 GPU/VPU 和深度学习技术的多款 AI 后端产品（如“超脑”系列等），我们测算后预期 17-19 年 CAGR 为 16%。

表 18：海康威视部分前后端产品历年价格（元）

商品名称	型号	2015	2016	2017
网络摄像机	DS-2CD2T25-I5	468	420	398
一体化网络球形摄像机	DS-2DE7220IW-A	2780	2550	2300
一体化摄像机	DS-2CC12A2P-IT4	380	358	345
硬盘录像机	DS-7732N-K4	1750	1680	1560

资料来源：经销商询价，中信证券研究部整理

**中心控制设备料将迎来超 40% 的高速增长。**2016 年，公司中心控制产品业务营收占比 12.5%，同比+69.72%，毛利率达 48.1%。公司中心控制设备用于图像及信息在监控中心内的呈现，包括视频综合平台（VMS）、数据服务器（包含基于深度学习的结构化服务器）、网络传输产品、大屏产品、控制键盘等产品。中心控制设备是为提高前后端产品使用效率而研发推出，以视频综合平台（VMS）为例，每 200 路摄像机配一个服务器并搭载系统管理软件，提高客户对监控设备的使用效率，服务器和软件都可单独售卖。2015 年公司推出包含 AI 的结构化服务器（如“刀锋”、“猎鹰”），2016 年获市场认可带来营业收入，带动中心控制产品业务快速增长，我们测算后预期 17-19 年营收 CAGR 可达 43.26%。

**新疆项目中标，工程业务有望避免连续负增长。**受益智慧城市项目，公司工程施工业务 2011-2016 年 CAGR 为 63%，2016 年营收 14.51 亿元，毛利率仅为 8.5%。2016 年平安重庆项目结束，工程业务营收迎来首次负增长，同比-14.16%。2017 年公司中标新疆乌鲁木齐高新区平安城市项目，项目总投资额 5.97 亿元，合作期 11 年。大额项目订单为工程业务带来营收新来源，2017 年有望迎来正向增长，我们测算后预计 17-19 年营收 CAGR 为 3%。

表 19：新疆乌鲁木齐高新区平安城市 PPP 项目

项目名称	投资额	建设期	运营期
新疆乌鲁木齐高新区平安城市项目	5 亿元	1 年	10 年

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

**其他业务包含视频监控外的其他安防产品，增速低于视频监控产品。**公司将视频监控外的其他安防产品归入其他业务，主要包括楼宇对讲、防盗报警、出入口控制、平台、实体防护等。2016 年国内防盗报警市场规模为 152 亿，同比+1.3%，出入口控制市场规模达 266 亿元，同比+2.3%，皆低于视频监控增速（10.6%）。2016 年其他业务营收 47.57 亿元，同比+42.8%，毛利率为 16.4%。公司 2016 年收购英国报警服务公司 SHL 完善产业链布局，其他业务市场渗透率有望进一步提升，我们测算后预计 17-19 年营收 CAGR 为 18.7%。

表 20：公司主营业务介绍（2016 年数据）

主营业务	业务简介	贡献营收	毛利率
前端音视频产品	前端感知产品由适用于各种场景的全系列、全形态的光学摄像机，全系列门禁、一卡通、可视对讲及防盗报警产品，多系列热成像摄像机及传感器产品，以及多系列工业相机产品组成	49.75%	48.45%
后端音视频产品	后端传输产品包括多种形态的视频编码器、视频解码器，视频光端机、网络光端机等光传输产品，以及网络交换机等后端存储产品，主要包括 XVR（混合视频录像机）、NVR（网络视频录像机）、CVR（中心存储视频录像机）等多系列视频存储产品，针对海量存储需求的云存储系统产品，基于 NAS、SAN 架构的中心数据存储产品系列等	16.28%	47.95%
中心控制设备	主要由 VMS（视频综合平台）、LCD/DLP（拼接）大屏、小间距 LED 大屏及大屏控制器产品、控制键盘等产品组成	12.49%	48.12%
工程施工	-	4.55%	8.46%
创新业务	智能家居（萤石） 汽车电子（海康汽车） 机器人（海康机器人） 非制冷红外线传感器（海康微影） 固态硬盘存储技术（海康存储）	2.03%	39.10%
其他	楼宇对讲、防盗报警、出入口控制、平台、实体防护等其他安防产品	14.90%	16.61%

资料来源：公司年报，中信证券研究部整理

## 关键假设

1. 前端音视频产品 17 年营收增速上升，18/19 年增速回落，17-19 年营收增速分别为 25.5%/20%/18%；
2. 后端音视频产品增速下降，17-19 年营收增速分别为 18%/15%/15%；
3. 中心控制设备营收放量，17-19 年营收增速分别为 50%/40%/40%。

## 盈利预测

公司为视频安防领域绝对龙头，目前正积极布局 AI+大数据的智能化摄像头方向，已取得阶段性成果，未来长期看好视频安防领域智能化进步带来的放量，新产品市场爆发将带来新的业绩增长点。我们将公司 2017/18/19 年 EPS 预测由 1.01/1.29/1.59 元小幅上调至 1.04/1.3/1.59 元，考虑公司的物联网视觉技术属性，按照 2018 年 PE=30 倍，给予目标价 39 元，维持“买入”评级。

表 21：公司盈利预测（百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营营业收入</b>	<b>10,604.7</b>	<b>16,995.6</b>	<b>25,271.4</b>	<b>31,924.0</b>	<b>4,100,819.0</b>	<b>5,092,834.8</b>	<b>6,297,329.4</b>
前端音视频产品	5,233.7	9,067.7	13,515.0	15,881.5	1,993,131.8	2,391,758.1	2,822,274.6
后端音视频产品	3,473.3	3,510.3	4,368.1	5,197.4	613,291.9	705,285.7	811,078.5
中心控制设备		1,638.8	2,350.2	3,988.7	598,302.6	837,623.6	1,172,673.1
工程施工	324.7	806.5	1,690.9	1,451.4	149,496.7	153,981.6	158,601.1
创新业务			221.9	647.7	148,959.8	297,919.7	536,255.4
其他	1,573.0	1,972.2	3,125.3	4,757.3	597,636.2	706,266.1	796,446.7
<b>收入增速（%）</b>	<b>49.2%</b>	<b>60.3%</b>	<b>48.7%</b>	<b>26.3%</b>	<b>28.5%</b>	<b>24.2%</b>	<b>23.7%</b>
前端音视频产品	62.1%	73.3%	49.0%	19.3%	25.5%	20.0%	18.0%
后端音视频产品	28.8%	1.1%	24.4%	19.3%	18.0%	15.0%	15.0%
中心控制设备			43.4%	69.3%	50.0%	40.0%	40.0%
工程施工	11.1%	148.4%	109.6%	-14.2%	3.0%	3.0%	3.0%
创新业务				191.8%	130.0%	100.0%	80.0%
其他	77.0%	28.9%	51.5%	42.8%	25.6%	18.2%	12.8%
<b>毛利率（%）</b>	<b>47.6%</b>	<b>44.5%</b>	<b>40.1%</b>	<b>41.8%</b>	<b>41.8%</b>	<b>42.2%</b>	<b>42.7%</b>
前端音视频产品	49.7%	49.3%	46.9%	48.5%	48.0%	48.0%	48.0%
后端音视频产品	55.0%	49.8%	45.7%	48.0%	48.0%	48.0%	48.0%
中心控制设备		56.7%	47.9%	48.1%	43.0%	43.0%	43.0%
工程施工	21.9%	7.9%	6.0%	8.5%	9.0%	9.0%	9.0%
创新业务				39.1%	30.0%	38.0%	42.0%
其他	30.0%	17.7%	17.1%	16.4%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源：公司年报，中信证券研究部预测

## 风险因素

人工智能产品安防领域落地不及预期；

产品安全风险；

技术更新换代风险；

汇率风险。

利润表（百万元）

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	25,271	31,924	41,008	50,928	62,973
营业成本	15,137	18,650	23,849	29,424	36,105
毛利率	40.10%	41.58%	41.84%	42.22%	42.67%
营业税金及附加	197	255	336	407	507
销售费用	2,179	2,991	3,676	4,576	5,734
营业费用率	8.62%	9.37%	8.96%	8.99%	9.11%
管理费用	2,211	3,107	3,832	4,724	5,951
管理费用率	8.75%	9.73%	9.34%	9.28%	9.45%
财务费用	(153)	(226)	(257)	(352)	(462)
财务费用率	-0.61%	-0.71%	-0.63%	-0.69%	-0.73%
投资收益	149	40	113	101	85
营业利润	5,494	6,830	9,632	12,205	15,211
营业利润率	21.74%	21.39%	23.49%	23.96%	24.15%
营业外收入	1,294	1,511	1,220	1,342	1,358
营业外支出	38	31	32	34	32
利润总额	6,750	8,310	10,820	13,513	16,536
所得税	868	890	1,214	1,567	1,848
所得税率	12.85%	10.71%	11.22%	11.59%	11.17%
少数股东损益	13	(2)	17	15	13
归属于母公司股东的净利润	5,869	7,422	9,589	11,931	14,675
净利率	23.22%	23.25%	23.38%	23.43%	23.30%

现金流量表（百万元）

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	6,750	8,310	10,820	13,513	16,536
所得税支出	-868	-890	-1,214	-1,567	-1,848
折旧和摊销	155	241	250	281	312
营运资金的变化	-2,433	-788	-2,218	-3,270	-3,309
其他经营现金流	-389	-659	-316	-407	-535
经营现金流合计	3,217	6,214	7,323	8,550	11,157
资本支出	-1,330	-911	-400	-400	-400
投资收益	149	40	113	101	85
其他投资现金流	1,106	-2,512	-18	-25	-28
投资现金流合计	-75	-3,383	-304	-324	-343
发行股票	0	247	661	0	0
负债变化	4,049	12,677	-32	0	0
股息支出	-2,848	-3,662	-3,662	-4,243	-5,652
其他融资现金流	-1,319	-8,820	257	352	462
融资现金流合计	-119	443	-2,776	-3,891	-5,190
现金及现金等价物净增加额	3,023	3,273	4,243	4,335	5,624

资料来源：中信数量化投资分析系统

资产负债表（百万元）

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	10,107	13,635	17,878	22,212	27,837
存货	2,819	3,825	5,009	5,896	7,408
应收账款	8,126	11,243	12,605	16,655	20,710
其他流动资产	5,631	7,821	9,374	10,619	11,887
流动资产	26,682	36,523	44,867	55,384	67,841
固定资产	1,887	2,854	3,003	3,122	3,211
长期股权投资	0	35	35	35	35
无形资产	343	410	410	410	410
其他长期资产	1,404	1,517	1,517	1,517	1,517
非流动资产	3,634	4,816	4,965	5,084	5,172
资产总计	30,316	41,339	49,832	60,468	73,014
短期借款	877	32	0	0	0
应付账款	5,870	7,008	8,824	11,118	13,523
其他流动负债	3,528	5,075	5,179	5,818	6,923
流动负债	10,274	12,116	14,004	16,936	20,446
长期借款	676	1,722	1,722	1,722	1,722
其他长期负债	69	3,014	3,014	3,014	3,014
非流动性负债	745	4,736	4,736	4,736	4,736
负债合计	11,019	16,852	18,740	21,673	25,182
股本	4,069	6,103	9,206	9,206	9,206
资本公积	1,640	1,045	1,654	1,654	1,654
归属于母公司所有者权益合计	19,254	24,289	30,877	38,565	47,588
少数股东权益	44	198	215	230	243
股东权益合计	19,297	24,487	31,092	38,795	47,832
负债股东权益总计	30,316	41,339	49,832	60,468	73,014

主要财务指标

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	46.64%	26.32%	28.46%	24.19%	23.65%
营业利润	25.50%	24.32%	41.02%	26.71%	24.63%
净利润	25.80%	26.46%	29.20%	24.42%	23.00%
毛利率	40.10%	41.58%	41.84%	42.22%	42.67%
EBITDA Margin	30.78%	26.27%	25.33%	24.36%	21.94%
净利率	23.22%	23.25%	23.38%	23.43%	23.30%
净资产收益率	30.48%	30.56%	31.06%	30.94%	30.84%
总资产收益率	19.36%	17.95%	19.24%	19.73%	20.10%
资产负债率	36.35%	40.77%	37.61%	35.84%	34.49%
所得税率	12.85%	10.71%	11.22%	11.59%	11.17%
股利支付率	48.53%	49.33%	44.25%	47.37%	46.98%



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；	
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间	
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间	
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；	
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；	
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；	
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上	

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSASingaporePteLtd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者“分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。